

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Eine Zwischenbilanz

Seit dem Übergang zur dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sind nunmehr einhalb Jahre vergangen. Dieses „Jubiläum“ nahmen der Arbeitskreis Europäische Integration und die Stiftung Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) zum Anlass, in einer interdisziplinären Konferenz unter der Leitung von *Rolf Caesar* und *Hans-Eckart Scharrer* eine erste Zwischenbilanz zu ziehen. Neben generellen Abschätzungen und Analysen der bisher erzielten Performance des Euroraums wurden aktuelle und zukunftsgerichtete Fragen der europäischen Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik diskutiert. Eine Bestandsaufnahme der europäischen Finanzmarktentwicklung und eine Diskussion der Herausforderungen der Osterweiterung der Europäischen Union rundeten die Tagung inhaltlich ab.

Die europäische Wirtschaft seit dem Eintritt in die WWU: Erwartungen und Ergebnisse

Im einleitenden Referat zeigte *Eckhardt Wohlers* die empirische Entwicklung von zentralen ökonomischen Parametern in der WWU auf. So sind eine durch Zinsrückgang und Zinskonvergenz begünstigte Zunahme der BIP-Wachstumsraten, eine im WWU-Durchschnitt fallende Arbeitslosenquote und eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu beobachten. Glaubt man den Einschätzungen der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute, wird sich dieser Trend in näherer Zukunft auch fortsetzen. Inwieweit diese positive Entwicklung des realen Sektors in Euroland nun direkt der gemeinsamen europäischen Wirtschafts- und Währungspolitik zuzuschreiben ist oder inwiefern konjunkturelle Faktoren diese Entwicklung erklären, wollte *Wohlers* wegen des kurzen Analysezeitraums jedoch offen lassen. Auch die Erfüllung des monetären Stabilitätsziels von unter zwei Prozent kann noch nicht als Erfolg der Europäischen Zentralbank (EZB) gewertet werden, da erfahrungsgemäß die Dauer der geldpolitischen Transmissionsprozesse zwischen

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion: Eine Zwischenbilanz

Interdisziplinäre Tagung des Arbeitskreises Europäische Integration, Bonn in Zusammenarbeit mit dem Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)

Hamburg, 29. Juni-1. Juli 2000

Einführung in das Thema

Prof. Dr. Rolf CAESAR, Universität Hohenheim
Prof. Dr. Hans-Eckart SCHARRER, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)

Die europäische Wirtschaft seit dem Eintritt in die WWU: Erwartungen und Ergebnisse

Dr. Eckhardt WOHLERS, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA)
Dr. Stefan COLLIGNON, Bundesministerium der Finanzen, Berlin
Prof. Dr. Wolf SCHÄFER, Universität der Bundeswehr, Hamburg

Transparenz und „Accountability“ der EZB

Dr. Jürgen PFISTER, Commerzbank AG, Frankfurt/Main
Dr. Jürgen STARK, Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, Frankfurt/Main

Erfahrungen mit einer europäischen Geldpolitik: Zur monetären Strategie des ESZB

Dr. Hans-Joachim KLÖCKERS, Europäische Zentralbank, Frankfurt/Main
Prof. Dr. Jürgen VON HAGEN, Universität Bonn, Zentrum für Europäische Integrationsforschung

Der Euro-Wechselkurs – ein Problem für die europäische Geldpolitik?

Prof. Hans-Helmut KOTZ, Präsident der Landeszentralbank in Bremen, Niedersachsen und Sachsen-Anhalt
Dr. Klaus FRIEDRICH, Dresdner Bank A.G., Frankfurt/Main
Anreizprobleme im Kontext der WWU: Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt
PD Dr. Horst FELDMANN, Universität Tübingen
Dr. Jürgen KRÖGER, Europäische Kommission, Brüssel

Lohnpolitik in der WWU – stabilisierender oder destabilisierender Faktor?

PD Dr. Ansgar BELKE, Ruhr-Universität Bochum
Prof. Dr. Arne HEISE, Wirtschaftsuniversität Wien und WSI in der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf

Euro und europäischer Finanzmarkt

Dr. Werner BECKER, Deutsche Bank Research, Frankfurt/Main
Prof. Dr. Thomas STEINBERGER, Europäische Investitionsbank, Luxemburg

Die „Pre-Ins“ ante portas der WWU?

Werner RIECKE, Vizepräsident der Ungarischen Nationalbank, Budapest
Franz SCHARDAX, Österreichische Nationalbank, Wien

Die Tagung wurde unterstützt von der Europäischen Kommission, der Commerzbank-Stiftung, der Deutschen Bank, der Deutschen Bundesbank und der Dresdner Bank.

eineinhalb und zwei Jahren liegt. Dennoch kann man davon ausgehen, dass die gemeinsame Geldpolitik positiv dazu beigetragen hat, dass außenwirtschaftliche Preisschocks, wie etwa die deutliche Rohölpreiserhöhung des vergangenen Jahres, relativ reibungslos verarbeitet werden konnten. Weniger erfreulich zeigt sich die Außenwertentwicklung des Euro. Eine Abwertung von ca. 15 Prozent und eine gestiegene Volatilität des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar trüben die makroökonomische Datenlage.

Stefan Collignon hingegen wollte skeptische Einschätzungen hinsichtlich der WWU nicht aufkommen lassen. So belegen seiner Ansicht nach die genannten makroökonomischen Indikatoren eindrucksvoll den Erfolg der gemeinsamen europäischen Währung. Daran ändert auch der Fall des Euro-Außenwerts nichts. Solche Änderungen sind in der mittleren und langen Frist nichts Außergewöhnliches und sollten deshalb nicht überbewertet werden. Dies gilt schon deshalb, weil die Fundamentals des Euro-Wechselkurses stimmen. So sichert die EZB glaubwürdig den stabilen Binnenwert des Euro, die Unabhängigkeit der EZB stand nie ernsthaft zur Debatte und der Stabilitäts- und Wachstumspakt greift in beeindruckender Weise. Dennoch ist eine Weiterentwicklung der WWU im Sinne einer aktiven Gestaltung eines wirtschaftspolitischen Policy-Mix notwendig. Dazu sollen die europäischen Sozialpartner und der Euro-11/Ecofin-Rat in den makroökonomischen Dialog treten mit dem Ziel der strukturellen Reformierung des Euroraums. Durch eine derartige Koordinierung der Interessen soll der EZB ein vernünftiger Rahmen zu einer akkommodierenden Geldpolitik vorgegeben werden. Schritte in diese Richtung sind die Ergebnisse der europäischen Gipfeltreffen insbesondere von Luxemburg, Cardiff, Köln und Lissabon.

Wolf Schäfer übte in seinem Referat Kritik an Collignons Einschätzung. Da die Einführung des Euro eine politische und keine marktliche Entscheidung war, geht es letzten Endes um die alte Frage „Macht oder ökonomisches Gesetz“. Dabei zeigt die Erfahrung, dass nur ökonomisch effiziente Regeln langfristig Bestand haben. Die Einschätzung der Märkte bezüglich der WWU

äußert sich in der Wechselkursentwicklung des Euro. So beurteilen die internationalen Kapitaldisponenten, deren Nachfrage und Angebot den Außenwert einer Währung entscheidend bestimmen, den Euro weniger euphorisch. Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar ist im Kern das Ergebnis eines „structural gap“ zwischen dem marktlichen Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell der USA und dem eher korporatistisch-interventionistischen Ansatz Europas. Konkreter Aufholbedarf besteht unter anderem bezüglich des Anteils der produktionsorientierten Dienstleistungen und Unternehmensdienste an der Bruttowertschöpfung (Dienstleistungslücke). Des Weiteren ist der zunehmende politische Versuch einer „Europäisierung“ der Beschäftigungspolitik abzulehnen, da dieser die dringend notwendige Beseitigung der Arbeitsmarkttrigiditäten erschwert.

Transparenz und „Accountability“ der EZB

In seinem Referat forderte *Jürgen Pfister* eine erhöhte Transparenz bei der Begründung der geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Hierbei greift die EZB gemäß ihrem geldpolitischen „Zwei-Säulen“-Konzept simultan auf die Entwicklung des europäischen Geldmengenaggregats M3 (erste Säule) einerseits und auf eine Zusammenstellung nicht-monetärer Inflationsindikatoren (zweite Säule) andererseits zurück. Bezüglich der ersten Säule veröffentlicht die EZB zwar stets die Entwicklung von M3, eine Orientierung bei zinspolitischen Entscheidungen an diesem Aggregat ist aber bisher nicht feststellbar. Zusätzlich weist die EZB in diesem Bereich die private Kreditentwicklung im Euroraum aus, was aber eher verwirrend wirkt, da sie als Orientierungsgröße letztendlich in konzeptionellem Widerspruch zum Geldmengenaggregat M3 steht. In der zweiten Säule wird die zinspolitische Berechenbarkeit der EZB dadurch erschwert, dass dem Beobachter eine Systematik im Bereich der nicht-monetären Inflationsindikatoren verborgen bleibt. Wünschenswert wäre deshalb, dass die EZB bei der Veröffentlichung ihrer geldpolitischen Entscheidungsindikatoren in Zukunft eher wenige, dafür aber qualitativ aussagefähigere Indikatoren zur Begründung ihrer geldpolitischen Entscheidungen nennt.

Jürgen Stark betonte in seinem Vortrag die erforderliche Trennung zwischen einer transparenten Geldpolitik einerseits und der „Accountability“ (Rechenschaftspflicht) der EZB andererseits. Transparenz fördert die Akzeptanz und Glaubwürdigkeit der Zentralbank und dient der Kommunikation der Geldpolitik im Sinne einer gewissen Vorbereitung der Märkte auf geldpolitische Entscheidungen, ohne dabei die Zinsführerschaft im Markt aufzugeben. Zweifelsohne ist ein sehr sorgfältiger Einsatz dieses Instrumentes erforderlich. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die „verbal discipline“ im Eurosystem. Eine Rechenschaftspflicht besitzt die EZB nach den vertraglichen Regelungen hingegen nicht. Diese wäre mit der Unabhängigkeit der Zentralbank auch nicht vereinbar. Schon aus diesem Grund ist die von den Vertretern des Europäischen Parlaments geforderte (wenn auch anonymisierte) Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rats abzulehnen. Zudem bietet letztere ein rein statisches Bild der Beschlussfassung. Da sich aber die entscheidungsrelevante Datenlage kurzfristig ändern kann, wäre die Folge einer Veröffentlichung eher die Verunsicherung der Märkte als die Stabilisierung der Erwartungen der Marktteilnehmer. Im Gegensatz zur Rechenschaftspflicht besitzt die EZB jedoch eine Berichtspflicht, der die EZB sogar über ihre satzungsgemäßen Verpflichtungen hinaus nachkommt.

*Erfahrungen mit einer europäischen Geldpolitik:
Zur monetären Strategie des EZB*

Hans-Joachim Klöckers sieht die konzeptionelle Begründung für die Zwei-Säulen-Strategie der EZB in den Unzulänglichkeiten einer reinen Geldmengenstrategie einerseits und einer direkten Inflationssteuerung andererseits. Problematisch für die Geldmengensteuerung ist etwa die Anfälligkeit der Geldnachfrage von bestimmten Störgrößen wie beispielsweise Steuererhöhungen. Einem isolierten Rückgriff auf das Konzept einer direkten Inflationssteuerung ist zu entgegen, dass das Indikator-basierte Prognoseverfahren den Anforderungen an eine transparente Geldpolitik nicht genügt. Das Zwei-Säulen-Konzept der EZB verbindet die herausragende Rolle der Geldmenge unter Angabe eines quan-

titativen Referenzwertes für das Geldmengenwachstum (erste Säule) mit der Analyse einer Reihe nicht-monetärer Indikatoren (zweite Säule). Die Daten aus beiden Säulen ermöglichen es der EZB, den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu strukturieren und die Risiken für die Preisstabilität sachgerecht abzuschätzen. Anhand der praktischen geldpolitischen Entscheidungen der vergangenen einhalb Jahre zeigte Klöckers, dass sich diese Vorgehensweise in der Praxis bewährt hat. So lässt sich beispielsweise die Zinserhöhung im November 1999 dahingehend erklären, dass sowohl die Geldmengenwachstumsraten Inflationsrisiken aufzeigten als auch die zweite Säule ein Preissteigerungspotential aufwies. Insgesamt gesehen ist es jedoch noch zu früh, ein Urteil hinsichtlich des Erfolgs der europäischen Geldpolitik abzugeben. Allerdings signalisieren die Inflationsprognosen wenig Zweifel an der Preisstabilität in den nächsten zwei bis drei Jahren.

Jürgen von Hagen sprach sich in seinem Referat für eine Geldmengenstrategie der EZB aus. Dieses Konzept hilft, die Notenbankpolitik besser einzuschätzen, erhöht die Glaubwürdigkeit und weist die Verantwortlichkeiten für die Preisentwicklung klar der Zentralbank zu. Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB erfüllt diese Anforderungen nicht. Zwar gibt die EZB in der ersten Säule einen Referenzwert für das M3-Wachstum an, doch ist bislang eine Orientierung an dieser Größe nicht festzustellen. Vielmehr begründet sie ihre zinspolitischen Entscheidungen mit der zweiten Säule, ohne jedoch die verwendeten Indikatoren systematisch zu nennen. Auch äußert sich die EZB nicht zu der Frage der Gewichtung der beiden Säulen zueinander. Die Strategie der EZB ist folglich mit einem Kommunikationsproblem behaftet, wengleich letztendlich der Erfolg dieser Konzeption wegen der time-lags noch nicht zu beurteilen ist. Allerdings erwartet von Hagen mittelfristig einen Anstieg der Inflationsrate. Im übrigen weist er auf die Vernachlässigung der in Auslandswährung denominierten Geldmarktpapiere im M3-Ausweis hin. Wertet der Euro ab, so steigt diese M3-Komponente an. Fühlen sich die inländischen Wirtschaftssubjekte dann reicher, kann es aufgrund von Portfolioumschichtungen zu zusätzlichen Kauftransaktionen mit entsprechender

Preisaufrichtungstendenz kommen. Berücksichtigt man überschlagsweise diese Komponente, so betrug das „tatsächliche“ M3-Wachstum in 1999 8 Prozent und nicht 5,7 Prozent, wie von der EZB angegeben. Dies bedeutet aber, dass die EZB-Geldpolitik in 1999 zu expansiv war.

Der Euro-Wechselkurs – ein Problem für die europäische Geldpolitik?

In seinem Vortrag ging *Hans-Helmut Kotz* zunächst auf die gegenwärtig in der breiten Öffentlichkeit genannten Gründe für den Fall des Euro-Außenwerts gegenüber dem US-Dollar ein. Dort gleicht die Diskussion eher einer Ansammlung aller nur denkbaren Erklärungen denn einer ökonomisch fundierten Analyse. Dabei ist die Euro-Abwertung durchaus mit traditionellen Theorien erklärbar. Besonders aussagekräftig erscheint hierbei der *Mundell-Fleming-Ansatz*, der die Wechselkursentwicklung über Wachstums- und Realzinsdifferenzen determiniert. Dies gilt um so mehr, wenn man berücksichtigt, dass die Wachstumsraten in den USA in der Vergangenheit systematisch unterschätzt wurden. Hätte man diese richtig prognostiziert, wäre zumindest die Richtung der Euro-Wechselkursänderung vorhersehbar gewesen. So gesehen ist die Abwertung des Euro weder unerklärlich noch überraschend. Dennoch bescheinigt *Kotz* dem Euro ein beträchtliches Aufwertungspotential. Die Begründung hierfür sieht er im besonders ausgeprägten und permanenten Leistungsbilanzdefizit der USA. Für die Geldpolitik der EZB stellt sich die Frage, welche Reaktion auf die Abwertung des Euro angebracht erscheint. Nach Auffassung von *Kotz* sollte die EZB kein Wechselkursziel verfolgen, da dieses mit dem Primärziel des Europäischen Systems der Zentralbanken, Preisstabilität zu gewährleisten, nicht vereinbar ist.

Auch nach Einschätzung von *Klaus Friedrich* soll der Euro-Wechselkurs für die Geldpolitik der EZB nur dann eine Rolle spielen, wenn durch einen Kursrückgang die Einfuhrpreise steigen und daraus eine Gefahr für die Preisstabilität entsteht. Allerdings ist wegen der Größe des Binnenmarkts die Abhängigkeit des Euro-raums vom Ausland gering. Dies war für die

Deutsche Bundesbank vor dem Übergang zur WWU anders. Deutschland war im Weltmaßstab eine kleine offene Volkswirtschaft, während Euroland als großer geschlossener Wirtschaftsraum bezeichnet werden kann. Schon aus diesem Grund ist die von der EZB verfolgte Strategie des „benign neglect“ nachvollziehbar. Allerdings wirken die diesbezüglich von EZB-Organmitgliedern in jüngster Vergangenheit geäußerten, teils widersprüchlichen Äußerungen eher verwirrend. Vielmehr sollte die EZB an ihrer bisherigen Strategie bezüglich des Euro-Wechselkurses festhalten und dazu übergehen, sich überhaupt nicht mehr zur Wechselkursentwicklung des Euro zu äußern. Ähnlich wie *Kotz* sieht auch *Friedrich* ein Aufwertungspotential des Euro. Der Grund hierfür liegt seiner Meinung nach aber nicht im US-Leistungsbilanzdefizit, da dieses freiwillig und marktmäßig finanziert ist, sondern in der zunehmenden Deregulierung wichtiger Branchen wie der Telekommunikation oder der Energiemärkte, die die Wettbewerbsfähigkeit von Euroland verbessert.

Anreizprobleme im Kontext der WWU: Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt

In seinem Referat sprach sich *Horst Feldmann* für den Stabilitäts- und Wachstumspakt (StWP) aus, da die im Amsterdamer Vertragswerk verankerte „No bail out-Klausel“ unglaubwürdig ist. Gäbe es den StWP nicht, würde die polit-ökonomisch begründete Alimentierung von Interessengruppen die Staatsdefizite anwachsen lassen, was zu steigenden Realzinsen, sinkenden privaten Investitionen und rückläufigen Wachstumsraten des BIP führen könnte. Zwar sind die EWU-Länder gegenwärtig mehr oder minder bemüht, ihre Verschuldungsgrenzen einzuhalten, doch können insbesondere im Hinblick auf die zu erwartende Kürzung der europäischen Strukturfonds steigende Staatsdefizite nicht ausgeschlossen werden. Dabei kann der StWP in der jetzigen Form kaum als echte Grenze der Staatsverschuldung interpretiert werden, da dieser aufgrund von Vorbehaltsklauseln sehr weich und dehnbar formuliert ist. *Feldmann* empfiehlt diesbezüglich folgende Reformvorschläge: Der StWP sollte rechtsverbindlich und präzise formuliert sein. Die Verhängung von Sanktionen

bei Vertragsverletzungen sollte stets automatisch erfolgen, eine mögliche Exkulpation wäre nur bei schwerem Abschwung zu rechtfertigen. Der so gestaltete Pakt müsste darüber hinaus auf EU-Ebene flankiert werden von einer engen quantitativen Begrenzung des EU-Haushalts und dem Fortbestehen des Verbots der Kreditfinanzierung der Europäischen Union sowie des Verbots von EU-Schattenhaushalten. Auf einzelstaatlicher Ebene sollten die Abgabenquoten gesenkt und die Rentenversicherungssysteme reformiert werden. Diese Maßnahmen sollten weiterhin von einer generellen Deregulierung begleitet werden.

Ähnlich wie Feldmann bezweifelte auch *Jürgen Kröger* die Wirksamkeit der „No bail out-Klausel“ des EG-Vertrags und sieht darin die prinzipielle Rechtfertigung des europäischen StWP. Allerdings stellt sich auch hier die Frage nach der Durchsetzung der bei Verfehlung der Defizitquoten verhängten Strafen. Die Union steht diesbezüglich vor großen Herausforderungen. Dennoch entwickelt der StWP dahingehend eine gewisse Bedeutung, dass ein „heilsamer“ Druck der Öffentlichkeit auf die Verschuldungspraxis im Falle Österreichs und Italiens bereits feststellbar ist. Diese Beobachtung bestätigt auch die generelle Verbesserung der Verschuldungssituation in Euroland insgesamt, wengleich hinsichtlich bestimmter Mitglieder eine stärkere budgetäre Disziplin wünschenswert wäre. Bei aller Notwendigkeit der fiskalischen Zurückhaltung sieht Kröger jedoch einen Bedarf der Fiskalpolitik zum Ausgleich von nationalen Auswirkungen der europäischen Geldpolitik. Bezogen auf das Beispiel Irland könnte dies bedeuten, dass die irische Regierung den inländischen Preisauftrieb zumindest nicht zusätzlich verstärkt, indem sie von Steuersenkungen absieht.

Lohnpolitik in der WWU – stabilisierender oder destabilisierender Faktor?

Nach Ansicht von *Ansgar Belke* trägt die Arbeitslosigkeit im Euroraum überwiegend einen strukturellen Charakter. Deshalb darf die WWU nicht für das Implementierungsproblem fundamentaler Strukturereformen auf den

europäischen Arbeitsmärkten verantwortlich gemacht werden. Dies gilt insbesondere für die europäische Geldpolitik. Deshalb überrascht die folgende Zwischenbilanz nicht: Die WWU hat gerade für Deutschland und andere Kernländer wie Italien und Frankreich bisher nicht sichtbar zu einer Auflösung des Reformstaus und zu einer erhöhten Stabilitätsorientierung im Sinne einer Annäherung von politisch gewünschter und tatsächlicher struktureller Arbeitslosenrate geführt. Ebenso hatte die WWU bisher keine zunehmende Disziplinierung der Lohnforderungen zur Folge. Dabei zeigen die Beispiele Irlands, Österreichs und der Niederlande, dass gerade eine stabilitätsorientierte Lohnpolitik ein wesentlicher Bestandteil einer erfolgreichen Beschäftigungsstrategie ist. Letzten Endes gilt es, die allgemein anerkannten Forderungen zur Reform der Arbeitsmärkte – Deregulierung, Lohnerhöhungen unterhalb des Produktivitätsfortschritts, Lohndifferenzierung, Beseitigung von Anreizproblemen im Niedriglohnsektor und Aufbrechen der Tarifkartelle – umzusetzen. Dies ist gerade auch im Hinblick auf die Osterweiterung der WWU erforderlich, da die mittel- und osteuropäischen Beitrittskandidaten sonst einen *Acquis Communautaire* mit weitestgehend unreformierten arbeitsmarktrelevanten Regelungen übernehmen werden müssten.

In seinem Vortrag versuchte *Arne Heise* in Anlehnung an Mundell, eine Theorie optimaler Lohnräume zu entwickeln. Hierbei sieht Heise die EWU in einem „lohnpolitischen Trilemma“ aus Regionalisierung der Tarifpolitik, Zentralisierung der Tarifpolitik und dem Zwiespalt aus den individuellen Interessen der Gewerkschaftsmitglieder und dem gesamtwirtschaftlichen Interesse an der Funktionsfähigkeit des einheitlichen Währungsraums. Für Heise geht es in diesem Zusammenhang nicht in erster Linie um die makroökonomische Entwicklung auf der Ebene des EWU-Raums, sondern um die Entwicklungen auf der Ebene der Regionen oder Mitgliedstaaten. Das Ausmaß des „Trilemmas“ hängt ab (1) vom Grad der Faktormobilität, speziell der Arbeitsmobilität, (2) dem Grad der ökonomischen Divergenz innerhalb der regionalen oder nationalen Wirtschaften, die einen gemeinsamen Lohnraum bilden, (3) dem Grad der Homogenität der Arbeitsmärkte und der Tarifvertrags-

parteien, (4) dem Grad der Kooperation zwischen diesen Parteien. Die EWU ist – soweit erkennbar – derzeit kein „optimaler Lohnraum“. Sollte sich das Trilemma als unkontrollierbar erweisen, dann hätte dies weitreichende (negative) Konsequenzen für die Stabilität, Dauerhaftigkeit und/oder Wohlfahrt der EWU. Allerdings könnte die einheitliche Währung Druck auf die lohnpolitischen Akteure ausüben, besser zusammenzuarbeiten und damit das Trilemma zu entschärfen.

Euro und europäischer Finanzmarkt

In seinem Referat sah *Werner Becker* überwiegend positive Spuren des Übergangs zum Euro auf den Finanzmärkten. So stärkt der Euro die Transparenz und den Wettbewerb an den europäischen Finanzmärkten, senkt die Transaktionskosten für Finanzdienstleistungen und schafft den zweitgrößten Finanzmarkt nach den USA. Hervorzuheben ist insbesondere die schnelle Integration des europäischen Geldmarkts, die unter anderem sichtbar wird in deutlich rückläufigen Geld-Brief-Kursspannen. Dagegen ist der Repo-Markt wegen fehlender grenzüberschreitender Abwicklungssysteme noch sehr unterentwickelt. Zudem ist auch der Markt für kurzfristige Wertpapiere gegenwärtig stark fragmentiert. So haben grenzüberschreitende Transaktionen mit Commercial Paper und Treasury Bills wegen mangelnder Liquidität, fehlender rechtlicher Rahmenbedingungen und Defizite bei den Abwicklungssystemen keine große Bedeutung. Ein deutlich positiveres Bild zeigen dagegen die Märkte für Unternehmensanleihen, wenngleich im Hinblick auf die Ratingkultur der Unternehmen noch erheblicher Verbesserungsbedarf besteht. Bei den europäischen Aktienmärkten übernimmt der Euro die Funktion eines Katalysators. Ein kräftiger Anstieg der Aktienkurse und der Marktkapitalisierung sind die Folge, und neue Märkte („new economy“) expandieren zügig. Dennoch haben auch die Aktienmärkte noch erheblichen Integrationsbedarf. Nach Ansicht Beckers hat die Einführung des Euro den Zwang zu effizienteren Kapitalmarktstrukturen in Euroland erhöht. Weitere Integrationsschritte des Finanzsektors sind jedoch erforderlich.

Thomas Steinberger zeigte in seinem Vortrag die Entwicklung der Euro-Anleihen auf. So kann man beobachten, dass bei den Neuemissionen die in der gemeinsamen europäischen Währung denominierten Obligationen bereits die US-Anleihen überflügelt haben. Allerdings ist der Kreis der Emittenten im wesentlichen auf die Europäische Union und die mittel- und osteuropäischen Staaten begrenzt. Ein weiterer Unterschied zwischen dem europäischen und dem US-Anleihemarkt liegt in der Bonität der ausgegebenen Wertpapiere. So ist der Anteil der von Ratingagenturen mit „A“ oder weniger eingestuften Papieren am gesamten in Dollar notierten Anleihenvolumen deutlich höher als bei Euro-Bonds. In diesem Segment des Euro-Anleihemarkts steckt folglich noch Entwicklungspotential. Problematisiert wurde weiterhin die Frage, ob bei zunehmender Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht ein „Anlagenotstand“ für potentielle Nachfrager nach Staatsanleihen die Folge sei. Zu überlegen ist, ob eine solche Entwicklung aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht sogar zu begrüßen ist, da die damit einhergehenden „Crowding-in“-Effekte dem privaten Unternehmenssektor ein zusätzliches Wachstumspotential eröffnen, wie dies das Beispiel der USA in den neunziger Jahren zeigt.

Die „Pre-Ins“ ante portas der WWU?

Auf Basis von zentralen Kriterien des optimalen Währungsraums beschäftigte sich *Franz Scharfax* in seinem Referat mit der Frage, inwieweit die mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) für den Beitritt zur WWU wirtschaftlich gerüstet sind. Die MOEL sind kleine und offene Volkswirtschaften mit hoher Außenhandelsverflechtung. Dabei ist die Europäische Union wichtigster Handelspartner. Zwar ist der Anteil des intra-industriellen Handels am gesamten Außenhandel dieser Länder durchschnittlich, doch nahm ihr intra-industrieller Handel mit der Gemeinschaft im vergangenen Jahrzehnt deutlich zu. Dies lässt vermuten, dass die MOEL eine relativ starke Konvergenz in Bezug auf die Konjunkturzyklen wichtiger Mitgliedsländer der Union aufweisen, was durch verschiedene Studien auch bestätigt wird. In einer Währungsunion wären die von asymmetrischen Schocks aus-

gehenden Gefahren für die MOEL also gering. Problematischer hingegen sind für die Beitrittskandidaten reale Wechselkursänderungen, die sich auch nach Einführung des Euro aus regionalen Inflationsunterschieden ergeben können. Werden die MOEL beispielsweise aufgrund von Lohndruck real auf, sinkt ihre Wettbewerbsfähigkeit und steigt die nationale Arbeitslosigkeit entsprechend an. Gelingt es nicht, diese Entwicklung intern zu absorbieren, könnte die Tatsache, dass die MOEL 36 Prozent der Gesamtbevölkerung der Union auf sich vereinen, ein beträchtliches Risiko für höhere Finanztransfers in sich bergen, auch wenn die MOEL derzeit nur sechs Prozent des BIP der Europäischen Union erreichen.

Werner Riecke gab in seinem Vortrag einen Erfahrungsbericht über die wirtschaftliche Entwicklung Ungarns seit Ende des Kalten Krieges. Dieser Zeitabschnitt lässt sich in zwei wirtschaftspolitisch unterschiedliche Perioden unterteilen. In der ersten Hälfte der Neunziger Jahre waren vor allem grundlegende wirtschafts-

rechtliche Fragen etwa der Bankenaufsicht und des Konkursrechts zu bewältigen. Nur so konnte ein schneller Strukturwandel vollzogen werden. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts trat dann die ungarische Wirtschaft in eine Phase der wirtschaftlichen Stabilisierung ein. Fiskalische Konsolidierung, Einführung der gleitenden Abwertung des Forint und eine Neuformulierung des Devisenrechts kennzeichnen diese Periode. Besonders der Übergang zur stetigen Abwertung des Forint erwies sich als besonders effektiv. So konnten durch diese Maßnahme die Erwartungen an den Geld-, Kapital- und Devisenmärkten stabilisiert werden. Die Folge waren gestiegene Kapitalzuflüsse. Außenhandel und inländische Wachstumsraten nahmen kräftig zu. Die Inflation konnte verringert werden. Für einen Beitritt zur WWU ist Ungarn gegenwärtig aber noch nicht gerüstet. So müssen die nach wie vor bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben und die Inflation muss weiter gesenkt werden.

Gerhard Rösler